
54 | הסדרי החוב (אג"ח) החדשים*

ד"ר יחיאל בהט**

1. פתח דבר
2. התשתית המשפטית של הסדר האג"ח החדש ושאלת אופן כפיית הסדר
3. התלבטויות שהתעוררו לגבי התשתית המשפטית בנושא אופן הסיווג וההצבעות בהסדר "אפריקה ישראל"
4. הצצה ראשונית להחלטת בית המשפט לכינוס אסיפת מחזיקי אגרות החוב לאישור הסדר ב"אפריקה ישראל" והערכה ביקורתית
5. ההכרעה בין פירוק והסדר - ומהו ההסדר הראוי - ומי צריך להכריע
6. COMIC RELIEF תקשורתי
7. סוף דבר (בינתיים)

1. פתח דבר

הסדרי האג"ח במשק, שגיבושם התנהל ב־2009 (כמו ב"אפריקה-ישראל" או ב"צים" בעזרת "החברה לישראל")¹ מתפתחים בצורה שונה במקצת מהסדרי השיקום המקובלים בשוק. ניתן להצביע על שלוש תשתיות משפטיות אפשריות להסדרים: בתחילה הסדר מחוץ לבית המשפט, שלמרבה הצער מתפצל להסדרים נפרדים לאחרונה (ולעתים גם התשתית של חוק החברות לגבי עיסקות עם בעלי שליטה, הבולטת במקרה של "צים" בעיקר). בעקבות זאת יש להיזקק לרוב לתשתיות מתחרות - התשתית להסדר לתיקון אגרות חוב, ולחלופין דיני הסדר שיקום בחברה הנושקת לחדלות־פירעון. שני הסוגים

* דברים בנכס "אתיקה של הסדרי חוב" ביום 9.12.09, המכללה האקדמית נתניה - המרכז לדיני בנקאות והמרכז לאתיקה בירושלים - משכנות שאננים. ההרצאה מובאת כמעט במלים בה ניתנה, ואינה משקפת את ההתפתחויות האחרונות לאחר נתינתה, לבד מהתייחסות קצרה, בעיקר להחלטת בית המשפט לכנס אסיפה לאישור הסדר באפריקה-ישראל להשקעות בע"מ, שנתקבלה אחרי ההרצאה.

** מרצה בכיר, מכללת שערי משפט

1. אביב לוי "שנת החובות: הסדרי אג"ח ביותר מ־15 מיליארד שקל ב־2009", גלובס 30.12.09 (מתוכם כמחצית, "אפריקה ישראל" ו"צים", בהם בעיקר אנו עוסקים כאן).

האלה נסמכים על סעיף 350 לחוק החברות. למרבית הצער, סעיף זה מהווה סעיף-סל בלתי ברור דיו, וחסר בהשוואה לחקיקת השיקום בעולם. בתי המשפט המחוזיים מכניסים בו תוכן, אולם נותרת אי ודאות לגבי הפתרונות, וגם דעת בית המשפט העליון אינה נוחה לעתים מההחלטות הנועזות של בית המשפט המחוזי, החורגות מלשון החוק החסר.

אחת הבעיות הפתוחות היא השאלה באיזו מידה ובאיזו צורה ניתן לכפות הסדר על קבוצה שלא אישרה אותו באסיפה נפרדת ברוב הגדול הנדרש. היעדר כוח כפיה כזה מקצין את עמדות הצדדים הקיצוניים, שכן גדלה סכנת הפירוק באין ודאות שיאושר הסדר. ברירת המחדל היא פירוק ולא כללי הסדר כפוי, המפורטים ב"Chapter 11" למשל.

הבעיה העיקרית של ההסדרים שהתפתחו לאחרונה היא שבעלי אגרות החוב מיוצגים על ידי נציגויות המורכבות מבתי השקעות, שאצביע להלן על ניגודי העניינים בהם הם נגועים, ולכן על העיוות בהכרעה בהסדר תחת איומים והשפעות זרות. אצביע על היעדר היכולת לסמוך על התנהלותם בעבר וגם על התנהלותם השיטחית בעת גיבוש ההסדר. גם ההתנהלות בעתיד מעוררת דאגה, מאחר והגופים המוסדיים חוששים מאחריות ואינם מעוניינים להיות מעורבים בפיקוח על ניהול החברה המשתקמת, על ידי מינוי דירקטורים. כמו בעבר, גם בעת גיבוש ההסדר, וגם בעת השיקום העתידי, ממשיכים בעלי השליטה לשלוט בתהליך כולו. הם שולטים גם בתהליך הבדיקות המוזמנות על ידם (להבדיל, למשל, מבדיקה בפיקוח מנהל מיוחד מטעם בית המשפט). בניגוד לגופים המוסדיים, הבנקים המנוסים בבעיות אשראי וניהול חובות קשים משיגים יתרונות'גם כאשר מצבם מסוכן (כמו ב"אפריקה-ישראל", לדוגמה, כשהם לכאורה נושים מובטחים, אך הבטוחה העיקרית שלהם היא מניות החברה – שבפירוק שווין אפס).

ההסדרים מסובכים במתכוון. בשלב זה ניתן להצביע על מגמה מסוכנת של פיצול הדיונים לגבי ההסדר (ביוזמת בעלי השליטה) במקום שיתוף פעולה רצוי לגיבוש הסדר. יש לזכור, שעתידה של החברה תלוי במידה רבה בגמישות המימון הבנקאי יחד עם מיחזור המימון החוץ-בנקאי.

במקרים רבים מסתמנת אפשרות להגיע להסדר, לעתים תוך עידוד נחרץ על ידי בית המשפט. אולם עצם ההגעה להסדר אינה סוף הסיפור. אם יתברר ש"הבורות" עמוקים, ושהתחזיות המבוססות על הערכות שווי שהוזמנו על ידי בעל השליטה היו אופטימיות

מידי, ייקראו הצדדים בעוד מספר שנים מועט להגיע להסדר חדש, ויתקוטטו שוב בשאלה של פירוק או שיקום ובשאלת השארת השליטה בידי בעל השליטה.

במהלך הדברים שלהלן אעלה לבטים אם אמנם טוב יהיה ההסדר המסתמן ב"אפריקה ישראל"², שימש לי כדוגמה עיקרית. תהייה לי ביקורת רבה לגבי הדרך בה מנהלים אותו, במיוחד מאחר שאנו עלולים להידרש להסדרים נוספים, דומים פחות או יותר. ובמיוחד, מאחר שלהגיע להסדר זה לא סוף הסיפור. השאלה היא אם אנו משוכנעים שההסדר טוב. שכן, אם נקבל הסדר יפה, מצטייר יפה במצגות, אבל החברה לא באמת מסוגלת לעמוד בו, בזבזנו סתם משאבים: בעוד שנה-שנתיים-שלוש נצטרך שוב להתווכח על הסדר או פירוק, כשיישאר בקופת החברה עוד פחות מהיום. סיעות של עורכי דין ורואי חשבון שיכנעו ב-1989 את בית המשפט לאשר הסדר ב"איסטרן אירליינס". ההון העצמי היה אז מיליארד דולר. התוצאה הייתה שבזבזו את כל מה שנשאר, לרבות על מומחים רבים וניהול יקר, וכעבור שנתיים הגיעו לפירוק.³

2. התשתית המשפטית של הסדר האג"ח החדש ושאלת אופן כפיית הסדר

בהסדר החדש מסתמנות שתי תשתיות מקבילות, שיפורטו להלן. ייתכן שקיימת תשתית שלישית, שיכלה להיות הטובה מכולן – התשתית של הסדר שקט מחוץ לבית המשפט. אולם במקרים מהסוג המתואר, אמנם רצוי להתחיל בהסדר חוזי כזה, אך הוא לא יכול לסיים את הפרשה. שקט ודאי שלא נשמר פה, כפי שראינו במקרים של "אפריקה ישראל" ושל "צים", אם כי היה יכול להישמר בצורה טובה יותר. מכל מקום, ברור ששיחות כאלו לא יכולות להישאר חשאיות בחברה שהנפיקה אגרות חוב לציבור. טרם ההצבעה יש צורך לגלות את ההסכמות. ב"אפריקה ישראל" לא הושגו מלכתחילה הסכמות עם כולם, עם בעלי "אג"ח ט" הקצרות, למשל, או בין נציגות החוב לבין הבנקים, שמאוד מיותר היה ה"קרקס התקשורתי" שהתנהל ביניהם, שני צדדים שאמורים להיות בוגרים ואחראים, ואשר עתיד החברה תלוי במידה רבה ביכולותיהם לשתף פעולה במימון החברה בשנים העתידיות.

2. לעיקרי ההסדר שהושג עקרונית בין בעלי נציגות בעלי אגרות החוב לבין החברה (ובעת כתיבת המאמר מבקשים לאשרו בחסות בית המשפט, על אף קשיים שונים), ראו, למשל, מאמרים רבים בדה מרקר 1.11.09. לשינויים מאוחרים יותר לטובת בעלי אגרות החוב הקצרות, ראו בהחלטת בית המשפט, להלן הערה 16. הסכומים תוקנו במקצת לאחר מכן. להסדר המוצע להצבעה ולנספחיו (כ-1030 עמ') ראו בדו"ח מייד מיום 9.2.10 שהגישה אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (אתרי מגנ"א ומאיה).

3. ראו יחיאל בהט הסדרי הבראה בבית המשפט ומחוץ לבית המשפט (עדכון 1, התשנ"ט - 1999) (להלן "בהט, הסדרי הבראה") 51.

שתי תשתיות משפטיות מתחרות ביניהן כבסיס להסדר. האחת היא התשתית המשפטית של הגעה להסדרים לתיקון אגרות חוב שהונפקו לציבור, והאחרת היא התשתית המשפטית של הסדר נושים, כמקובל בהסדרי שיקום. מעשית, בשתייהן נאלצים הצדדים להגיע לבסוף להסדר על פי אותו סעיף עצמו – סעיף 350 לחוק החברות.

כיצד קורה הדבר? סעיף 350 הישן (233 בפקודה בעבר) משמש בהסדרים ושינויי מבנה, כשצריך להתגבר על אינטרסים מנוגדים של צדדים מסוגים שונים, ולהגיע להכרעה ביניהם בהצבעות.⁴ באותה עת, זה גם הסעיף המרכזי שמשמש אצלנו להסדרי שיקום, במיוחד מאז שהוסיפו לו את הסמכות להקפאת הליכים.⁵ להקפאה לא נזקקו כאן בינתיים, כי בעלי אגה"ח ט שהנפיקה "אפריקה-ישראל" לא מימשו את איומם להטיל עיקולים (הגופים המוסדיים בכלל מלכתחילה התייחסו באבירות לחברה ולבעל השליטה בה). יוצא שבעיקר משמש לנו השלד הקטן של סעיף 350 שהובא מאנגליה בזמנו (האנגלים התפתחו בינתיים). מה שכלול בסעיף הזה זו דרך פרוצדוראלית לכפות ברוב של 75% ובאישור בית המשפט הסדר על מיעוט שמתנגד לו.

לא יאומן, אבל אצלנו מבריאם חברות בחסות הסעיף הזה, שאם משווים אותו לחקיקה בכל מקום בעולם, לא רק "צ'פטר 11", רואים עד כמה חסרות בו סמכויות לבית המשפט.⁶ למרבה המזל, שופטים העוסקים בכך, כדוגמת השופט אלשייך, יוצקים לתוכו תכנים שחסרים בו. בין מהיקש לפירוק, ובין מתוך תקנות חלקיות ובעייתיות, ובין מכוח הסמכות הטבועה של בית המשפט. המצב הזה בעייתי. קיימת אי ודאות לגבי סוגיות רבות בדין. בית המשפט העליון לפעמים משתף פעולה עם החלטות נועזות במחוזי, לפעמים מבטל החלטות נועזות מידי לטעמו, וקורא למחוקק לעשות את מלאכתו.⁷

4. ע"א 70/92 רע"א 5932/91 כלל תעשיות בע"מ ואח' נ' לאומי פיא חברה לניהול קרנות נאמנות בע"מ, פ"ד מ"ז (2) 329.

5. ראו יחיאל בהט חברות – החוק החדש והדין (מהדורה 11, תש"ע – 2009) (להלן: בהט, חברות – החוק החדש והדין), כרך ג, פרק 24.8.

6. שם, פרק 24.11.7.

7. ראו לעיל ראו, למשל, ע"א 3225/99 שכון עובדים בע"מ נ' טש"ת, פ"ד נג(5) 97 (להלן – עניין טש"ת), בפסק דינו של השופט אנגלרד; ע"א 6010/99 דוד ששון, עו"ד, מנהל מיוחד של החברה תבור תעשיות שיש בע"מ (בפירוק) נ' כונס הנכסים הרשמי, בנק לאומי ואח', פ"ד נו(1) 385; רע"א 7125/00 עו"ד יעקב ריבנוביץ בתפקידו ככונס נכסים של קבוצת אספלט בע"מ ואח' נ' רוסטום שלבאנה ואח', פ"ד נו (3) 507; ע"א 1728/01 ע"א 1836/01 עו"ד יששכר בר הלל, כונס נכסים זמני לשלמי עד בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ (טרם פורסם). ראו גם י' בהט "תחולתו של עקרון השוויון בדיני שיקום חברות" מאזני משפט ב (תשס"א – תשס"ב) 281.

במאמר מוסגר: ניתן לתהות מי אשם במצב הזה. בידי משרד המשפטים גירסאות רבות ומפורטות לחקיקת שיקום, אולם לא השלים את המלאכה עד לאחרונה. אף נמצא צידוק תיאורטי לכך. בזמנו חששו חברי הכנסת גל וצוקר לגורל הסדר "קופת חולים הכללית", וכפו על משרד המשפטים להוסיף תיקון המאפשר הקפאת הליכים כדי להגן על החברה מעיקולים,⁸ לאחר חקיקת הטלאי הזה, התבטאו במשרד המשפטים שזה מספיק, ושלגבי השאר כדאי שכוחות השוק יעשו את שלהם. ומאז אכן פועלים כוחות השוק בגדול – אי הודאות מגיעה לא פעם לבית המשפט...⁹ למרבה המזל, הסתער בימים אלה משרד המשפטים מחדש על הנושא, והוציא תזכיר חוק סביר בהחלט להבהרת הדברים העיקריים החסרים בחוק, עד להחלטה בדבר תיקון כללי של דיני חדלות הפירעון.¹⁰

היעדר הודאות מה יפסוק בית המשפט אכן קיימת במידה מסוימת גם במקומות שהדין בהם חדיש ומעודכן יותר. אכן יש היגיון, גם בארה"ב, להתמקח ולהגיע להסדר, וכך למנוע את אי הידיעה מה יפסוק בית המשפט.¹¹ אבל בארה"ב יש גבול ברור אז של כללים שאפשר לאכוף על הצד הסרבן, דוגמת זה המתעקש ומנסה לסחוט מעבר למגיע לו. אצלנו אין כללים כאלה בחוק, ולכן החשש הוא שנגיע לפירוק – ברירת המחדל אינה כללים בסיסיים המאפשרים כפיית הסדר, אלא החשש הוא מהידרדרות היישר לפירוק. אכן, הדרך לפירוק אינה רחוקה במצבים שהגיעו אליהן אותן חברות, אולם היינו מצפים שהחקיקה תספק כלים המגינים במקצת על הנושים האחראים יותר, וברירת המחדל הראשונית לא תהא פירוק, מאחר שהאיום בפירוק עלול לפעול בצורה קשה יותר כלפי נושים אחראים שהחובות להם ניכרים מאשר כלפי סחטנים וטרמפיסטים שיש להם פחות זכויות לסכן, או שמלכתחילה נטלו סיכון מוגבר והימור.

בכל זאת, בספרות ובבית המשפט מכניסים לתוך החוק מה שאין בו. דהיינו, מנסים לפרש שגם אם לא כל הקבוצות, כל הסוגים, הצביעו ברוב של 75% בעד הסדר, ניתן בתנאים מסוימים לאכוף הסדר גם על סוג מתנגד. באילו תנאים בדיוק? לא ברור. כנראה לפחות כשהוא חסר תום לב, שבבירור לא יצא לו כלום בפירוק.¹²

8. בהט, הסדרי הבראה, ע' 129-134.

9. ראו בהט, חברות - החוק החדש והדין, כרך ג, פרק 24.11; ד' האן "התפתחות דיני הבראת חברות: מן הכנסת אל משרד המשפטים דרך בתי-המשפט" קרית המשפט ה (2004 - 2005) 3.

10. תזכיר חוק החברות (תיקון - הבראת חברות), התש"ע - 2010.

11. ראו יחיאל בהט דיני הבראת חברות (מהד' שניה, התשנ"ב - 1991) (להלן - "בהט, דיני הבראת חברות") 271 - 276.

12. לדיון ראו יחיאל בהט, "כפיה על קבוצה מתנגדת בהסדר על פי סעיף 233 בפקודת החברות", י"ז (תשנ"ג-1993) עיוני משפט 445; בהט, חברות - החוק החדש והדין, כרך ג, פרק 24.11.1.

אפשר להגיע לתוצאה הזאת על ידי התעלמות מסוג בעלי זכויות כזה שנחשד בחוסר תום לב ומניעת סיווג מופרז, כפי שעושה בית המשפט לעתים.¹³ אפשר להגיע לכך גם בדרכים מתפתלות ופגומות לטעמי, כמו בפסק דינו של בית המשפט העליון בפרשת סולל בונה נ' ד"ר נאמן,¹⁴ בעניין כוכב השומרון, שם בית המשפט מונה את מאות רוכשי הדירות בקבוצה אחת יחד עם חברת "סולל בונה" (מצביע אחד), למרות שלרוכשי הדירות הובטח בהסדר שייבנו הדירות, ול"סולל בונה" לא הובטח דבר.¹⁵

3. התלבטויות שהתעוררו לגבי התשתית המשפטית בנושא אופן הסיווג וההצבעות בהסדר "אפריקה ישראל"

אדגים את ההתלבטות לגבי יישום הכללים הלא ברורים האמורים בעניין אופן כפיית ההסדר. בבקשת "אפריקה ישראל" לכינוס אסיפת הסדר ב־2009 הועלו בפני בית המשפט התייחסויות, בעיקר מצד החברה ומצד רשות ניירות ערך, כאילו שאלת הסיווג תלויה בקביעה אם החברה חדלת־פירעון או לא.¹⁶ בית המשפט אמור להחליט לכאורה אם החברה חדלת פירעון – ואז לכאורה די ברוב 75% בכלל המצביעים בסדרות אגרות החוב ביחד. לעומת זאת, אם ייקבע, כי החברה אינה במצב של חדלות־פירעון, או־אז יש צורך לכנס אסיפות בכל 13 הסדרות, ואז לכאורה כל בעלי אגרות החוב תלויים בחסדי האסיפה של בעלי אגה"ח ט שזמן הפירעון בהן עבר, ששם לא יתקבל רוב בעד ההסדר.

13. למשל, פסק דינו של בית המשפט העליון בע"א 3225/99 ע"א 3254/99 שיכון עובדים בע"מ נ' טש"ת חברה קבלנית לבנין בע"מ ואח', פ"ד נג(5) 97.
14. ע"א 88/359 סולל בונה בע"מ נ' ד"ר נאמן כונס ומפרק של כוכב השומרון עמנואל בע"מ ואח', פ"ד מ"ה (3) 862.
15. לביקורת על העיוות בפסק דין זה ראו י' בהט, "כפייה על קבוצה מתנגדת בהסדר על פי סעיף 233 בפקודת החברות", י"ז (תשנ"ג-1993) עיוני משפט 445; בהט הסדרי הבראה 4.10; בהט, חברות – החוק החדש והדין, כרך ג, פרק 24.11.11.
16. לתיאור הגישות השונות וההתלבטות בגינן ראו בהחלטת בית המשפט בפר"ק 09-11-10344 אפריקה ישראל להשקעות בע"מ נ' הרמטיק ואמנות ואח' (טרם פורסם. ניתנה ביום 21.12.09). ובאופן כללי, לטוויית הסיווג בהצבעות ולניגודי עניינים בהסדרי "צים" עם "החברה לישראל" ו"אפריקה ישראל" ראו, למשל: בהט, חברות החוק החדש והדין, פרקים 20.16.6, 24.8, 24.12 ה.5; "חוב וסדר" גלובס מחקרים בשיתוף קסלמן וקסלמן (2009), [www. Globes.co.il/research](http://www.Globes.co.il/research); החלטות מליאת רשות ניירות ערך מימים 21.11.08, 3.9.09 בתחום תאגידיים והבהרות הרשות מיום 21.11.09 בענין יצירת תשתית לגיבוש הסדרי אג"ח, http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_3283.pdf; http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_3437.pdf; http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_4089.pdf; נויות רוט ועידו באום "טייקון במצוקה – יוסי שגב: רק פירוק ימנע אפליה בין הנושים של אפריקה ישראל" דה מרקר 6.9.09, 11125_skira20090906; http://www.themarker.com/tmc/article.jhtml?ElementId=skira20090906_11125; הילה רו "ההסדר באפריקה ישראל – פלוטר של ניגודי עניינים" דה מרקר 10.14.09, http://www.themarker.com/tmc/article.jhtml?ElementId=skira20091014_1120828.

יש בניתוח זה אי דיוקים, שאצביע עליהם בקצרה: ראשית, השופטת אלשיך העירה בצדק במהלך הדיון, שאין חיה כזאת, שהיא קצת חדלת פירעון וקצת לא, והתנגדה לאחזקה במקל בשני הקצוות.¹⁷ שנית, האם באמת ניתנו לבית המשפט הכלים להעריך אם החברה חדלת-פירעון? לא עושים את זה בדרך שהביאו לפניו, שהרי לא הוגשה בקשה לפירוק החברה.¹⁸ שלישית, האם באמת בחברה חדלת-פירעון אמורים לכנס רק אסיפה אחת? כאן יש לדייק. קודם כל, ההתייחסות היא לאסיפה של בעלי אגרות החוב. עדין תתקיים הפרדה בין בעלי מניות לבין בעלי אגרות חוב. אמורות להתקיים אסיפות של בעלי זכויות קדימה (או קבלת הסכמות, משלטונות המס, למשל). מה לגבי בעלי אינטרסים מנוגדים? – יש למצוא את הדרך לבדוד אותם מאסיפת בעלי אגרות החוב.¹⁹ בדומה יש לקבוע אישורים לגבי עסקות עם בעלי עניין כמו ב"חברה לישראל".²⁰

אף אם יש מקום לכאורה להפרדה לאסיפות של סדרות שונות גם בחברה חדלת-פירעון, אין זו בהכרח מכשלה להסדר, אף שהחוק אינו קובע דבר והדברים אינם ברורים.²¹ ייתכן שבית המשפט רשאי לפסוק בסופו של דבר שאפשר לכפות הסדר על מי מהסוגים, אבל האם זה אומר שמלכתחילה גם לא צריך לכנס אותו להצבעה לחוד? עדיף שיתברר באסיפות מה הרוב בכל סוג, ואולי בסוף יפעיל בית המשפט שיקול דעת מעבר לדרישת הרוב בכל סוג לפי החוק הלקוי.²² האם צריך להיות כאן הבדל, או שבשני המקרים – בחברה חדלת פרעון וגם בחברה איתנה – לא מוכרחים להרבות

17. ראו גם בהחלטתה מיום 21.12.09, שם, בסעיף 5 להחלטה: "הצבעתי על הבעייתיות בעמדה מצד מר לבייב, אשר מחו גיטא מסתמך על עקרונות החלים במצב של חדלות פרעון מובהקת היכן שהדבר נוח לו, ומאיך גיטא מבקש להשאר בעל השליטה, דבר שהוא כמעט בבחינת "בל ימצא ובל יראה" במצב של חדלות פרעון מובהקת כזו, אשר במסגרתה אין הנושים הרגילים נפרעים כדי מלוא נשייתם. זאת, באורח אשר נראה כ"נסיגה לאחוז את המקל משני קצותיו" – דבר, אשר לא אוכל להסכים לו, ובוודאי שלא לכפותו על נושים המתנגדים לכך".

18. אף השופטת אלשיך, בהחלטתה, לעיל הערה 16, בסעיף 10, קבעה שאין סעיף 350 דורש הוכחה פוזיטיבית של קיומה של חדלות פירעון.

19. בהט, **חברות החוק החדש והדין**, פרקים 24.8; 24.11.5; 24.12. ה.5. בדוח המייד בדבר כינוס אסיפת מחזיקי אגרות החוב של "אפריקה-ישראל", מגדיר סעיף 28.2.3 "מחזיקים נגועים", אשר לא ישתתפו ולא יצביעו באסיפת המחזיקים: מחזיק הנמנה על בעלי השלוטה בחברה וכן מחזיק שהינו בעל "החזקות מהותיות" במניות החברה (דהיינו משווי ההחזקות שלו במניות גבוה ב-30% משווי ההחזקות באגרות החוב של החברה – שיעור שנקבע על ידי רשות ניירות ערך).

20. בהט, **חברות החוק החדש והדין**, פרקים 20.16.6, 23.6.

21. ראו לעיל הערה 12.

22. ובעניינים קרובים יש דעות שונות, וגם החלטות מנוגדות בבית המשפט. ראו, למשל, בעניין כוכב השומרון, לעיל הערה 14, לעומת עניין לאומי פיא – כבלי ציון, לעיל הערה 4. וראו בהט, **חברות החוק החדש והדין**, פרקים 24.11.11, 2.1.24.12, 24.12. ה.

בסיווגים – כפי שקובע בית המשפט גם בעניין לאומי פיא – כבלי ציון,²³ שדן בחברה שאינה חדלת פירעון. מאידך, יש לנו מנגנון של הצבעה הקבוע במסמך החוזי של אגרות החוב עצמן, ושם כל סידרה נזקקת כנראה לאסיפה משלה. ושוב מצד אחר – הלא אנו מדברים על מקרה של הכרעה בבית המשפט לפי ס' 350, שממילא נועדה להתגבר על הוראות חוזיות בתנאי שטר הנאמנות?

אפשר להמשיך ולהתלבט ולהתפלמס, אבל השאלה היא אם העניין המשפטי הלא ברור הזה לצערנו בכלל חשוב כל-כך במקרה של "אפריקה". במהלך הדיונים המתקדמים יותר ניתן היה להניח שיהגו בתבונה ויתפשרו. בעלי אגה"ח ט, קצרות-המועד, אכן הבינו את הרמז העבה של בית המשפט. מר לבייב הצטער ודאי, כך אני מנחש, שלא הגיע אתם להסדר מוקדם, ואולי אפילו שלא שילם להם קודם, כמו ששילם גם לאחרים (טענות בדבר העדפת נושים אסורה הועלו ממילא. "אפריקה ישראל" גם בחרה לשלם ריבית לכל בעלי אגרות החוב, למשל). אמנם נציגות בעלי אגרות החוב ובעיקר נציג אחד בה, התבטאה בעת הדיונים בקשיחות ובחוסר נכונות לפשרה – כנראה גם מחשש, שאכן התממש בהמשך, שבעלי סדרות נוספות של בעלי אגרות חוב שזמן פרעונן בשנה הקרובה יבואו גם הם בתביעות מיוחדות, ויתפצלו מכלל בעלי אגרות החוב ונציגותם.²⁴

אגב, בעלי אגה"ח ט אינם צודקים בטענתם שמגיעה להם עדיפות רק בגלל שמועד הפירעון להם עבר. אין מוקדם ומאוחר בחדלות פירעון.²⁵ אין להעדיף אותם ולסכן את יכולת ההחזר לבעלי אגרות חוב שאחריהם. ייתכן לסבור, שהם נטלו סיכון עיסקי, ואף רכשו בחלקם את אגרות החוב ה"קצרות" לאחר המשבר בשוק ההון, מתוך הימור שהתשואות הגבוהות בשוק המשני לאגרות החוב כדאיות נוכח הסיכון המוקטן בשל זמן הפירעון הקרוב. יש אבל מקום גם לטענה, שהרוכשים סמכו על מה שהובטח להם – שאין חשש לחדלות-פירעון בטווח הזמן הרלבנטי. אפשר לבדוק את העובדות לגבי התבטאויות מר לבייב בעבר (ואולי ראשי החברה האחרים) (ובודאי לגבי הדיווחים הרשמיים): האם הבטיחו לרוכשי אג"ח ט שבכל מקרה יהיה די כסף בקופת החברה כדי לשלם להם? לכאורה יש כאן הזדמנות לתביעות נגד המצהירים באופן אישי.

23. ש.ם.

24. ראו, למשל, מיכאל רוכוורגר ואתי אפללו, "חזית נוספת בהתכתשות בין בעלי סדרות האג"ח של אפריקה" דה מרקו 18.12.09; יצחק דנון ויעל גרוסמן "שתי הידים של לבייב: ממורנד כבר העבירה לבנקים 670 מ' ש" גלובס 14.12.09.

25. לעקרון השיוויון ראו, למשל, צפורה כהן פירוק חברות (תש"ס – 2000) 19; בהט, חברות החוק החדש והדין, 24.12.1.1; דוד האן דיני חדלות פירעון (התשס"ט – 2009) 469 – 495.

לכאורה אפשר היה גם לשלב עניין זה בחשבון הכללי של ההסדר: שישלמו משהו בגין התביעות. אבל, הניסיון המצטבר שלי בעניין הסדרי חוב מורה שלא כך ייעשה. הנחת הייתה, שלא רק שההסדר ישאיר את השליטה בחברה בידי מר לבייב, אלא שכשניתן יהיה לבסוף לעיין בהסדר המפורט שיובא בסוף להצבעה בהסכמה כללית, יש להניח שיימצא בו ויתור של כל סוגי הנושים על תביעות אישיות, ייצוגיות ונגזרות נגד מר לבייב ונגד מנהלי "אפריקה ישראל". ללא פטור כזה, הנחתי היא שבדרך כלל לא יהיה הסדר (דברים אלה הנחתי בהרצאתי טרם גיבוש תוכנית ההסדר, ואכן סעיף 15 לתוכנית שתוגש להצבעה, וכן סעיפים 4.1.3 ו- 4.3.2 לדו"ח המיוחד הנילווה חושפים פטורים שונים לבעלי השליטה ולדירקטורים).

באוריה המפויסת של הסכמה כללית שתושג בסוף, אם אמנם תושג, דומה שגם השופט אלשיך לא תכביד כאן. זה לא המקרה של "אחים שבירו" שהשופטת הקפידה לא לאשר את ההסדר עד שיתרמו עוד להסדר כנגד ויתור על ערבויותיהם האישיות.²⁶ איפה שבירו ואיפה לבייב? הכל שאלה של סגנון (ומי שיכול להרשות לעצמו להעסיק את טובי המומחים ליחסי ציבור, חזקה עליו שהוא בעל סגנון...).

לאור הנחותי האמורות, אני עומד לעבור מהדין המשפטי היבש – שלא מחויב המציאות, שיקבע כאן – ואדון בשאלה העסיסית יותר, אם המודל הזה של ההסדר הוא נכון וראוי, וצריך לשמש לנו למקרים הבאים. עם זאת, הואיל ולאחר ההרצאה נתקבלה החלטת בית המשפט, וסגנית הנשיא אלשייך נדרשה בה גם לשאלה המשפטית של הסיווג וכפיית הסדר – לדעתי מעבר לנדרש לאור ההסכמות הדיוניות שהגיעו אליהם הצדדים – אדון בקצרה בהחלטה.²⁷

26. פש"ר (ת"א) 1242/02 שבירו תעשיות זכוכית בע"מ נ' קמיל (החלטה מיום 18.6.02).

27. ההחלטה נתקבלה במועד מאוחר יותר ממועד ההרצאה המובאת במאמר, ולכן הדין המקוצר בה והביקורת עליה יובאו להלן רק בקצרה.

4. הצצה ראשונית להחלטת בית המשפט לכינוס אסיפת מחזיקי אגרות החוב לאישור הסדר ב"אפריקה ישראל" והערכה ביקורתית

בהחלטה לכינוס אסיפת נושים להסדר²⁸ אישרה סגנית הנשיא הש' אלשייך כינוס אסיפת נושים לאישור הסדר החוב.

השופטת אינה מסתירה בהחלטתה הסתייגויות מתוכן ההסדר המוצע, וקוראת למצביעים לשקול היטב הצבעתם. כך, למשל, בשל השארתו של לבייב כבעל השליטה על אף טענתו לחדלות-פירעון. השופטת מסתייגת גם מהתנהגותו: כך התמיהה עקב המעבר המהיר מהצהרות על מצב חברה שפיר לטענה של חדלות-פירעון. כך גם הקדמת התשלומים לבנקים, על אף קדימותם הנחותה מהרגיל.

הצעתו בעבר לציבור למנף את אי הנוחות של השופטת ולנסות לשפר את ההסדר.²⁹ לדוגמה, כל עוד לא אושר ההסדר, לא מנועים בעלי אגה"ח (לפחות מי שאינם חברי הנציגות) לקדם תביעות אישיות, ייצוגיות ונגזרות נגד לבייב ועושי דברו, בעניין מצגים שעשו לגבי מצב החברה. התביעות, וכן הסתייגויות חזקות באסיפה, כולל מצד "פסגות" (אם אכן יהיה לה עוז להסתייג, לאור הצגתה את עצמה כמגינת בעלי אגרות החוב), עשויות בדינמיקה מסוימת לבסס החלטה באסיפה לאישור ההסדר, אולם תוך תיקונים נוספים – למשל, בכפוף להסתייגות בדבר הפטור המלא של לבייב ומקורביו (ואולי בדבר העדפת הבנקים בזמני הפירעון). במקרה כזה, מאחר שהסתייגות השופטת מהתנהגותו ברורה, ייתכן שלבייב יחשוש לאי אישור ההסדר על ידי בית המשפט, ואפילו אם יתקבל באסיפה. ייתכן שיהיה מוכן לפדות בהסדר את איום התביעות כנגד הזרמה אישית נוספת. ייתכן שהבנקים יחששו להתנגד לכך. יהיה יפה אם יתגלם הצדק על ידי מכירת ביתו מנקר העיניים בלונדון. אין זאת רדיפה קטנונית – הצדק צריך להיראות, כדי למתן במקצת את התקדים המסוכן שיצרו הגופים המוסדיים בנכונותם החפוזה להשאיר שליטה בידי מי שמציג החברה כחדלת-פירעון.

עדין לא ייפתרו עיוותים שנוצרו, כגון הגעה להסדר לא ברור ללא בטחונות, שסופו עלול להיות הסדר "תספורת" נוסף – ובלי שהמוסדיים דרשו מינוי דירקטורים לטובת הנושים בחברה.

28. לעיל הערה 16.

29. יחיאל בהט "סייעו לוורדה לעשות צדק" (המלה "וורדה" בשם המאמר אינה שלי - י.ב.), פורסם: http://www.themarket.com/tmc/article.jhtml?ElementId=skira20091222_00259

בעיקר קיימת אי הבהירות בדבר הסיווג הראוי לאסיפות נפרדות של נושים (לצד בעלי מניות מדוללים), אי בהירות משפטית שאף מתעצמת לאחר ההחלטה. לכאורה יכלה השופטת להגיע לאותה תוצאה שהגיעה אליה, תוך היענות להסכמות שהובאו בפניה, אולם היא לא הסתפקה בכך ודנה בעצם העניין, בשאלה של יכולתה לכנס אסיפת נושים אחת לכפיית הסדר. השופטת פתרה שאלה זאת בצורה הבאה: היא קבעה, שלהבדיל משאלת הכדאיות של ההסדר (לגביה מכריעים המצביעים באסיפה), ביכולתה לדון בשאלת השוויוניות של ההסדר. לכאורה עמדה בפניה הבעייה של הקדמת עיקר התשלומים על פי ההסדר לבעלי סדרות אגרות החוב הקצרות, שזמן פרעונן עבר (או שהעמידו לפרעון את אגרות החוב) לעומת רוב בעלי אגרות החוב. אולם השופטת התנגדה למבחנים מיכאניסטיים-פורמאליים של שוויוניות, והגיעה למסקנה, כי מהותית מציע ההסדר חלוקה שוויונית: לדעת בית המשפט, הטבלה המוצעת של תשלומים ופירעונות מתחשבת בציפיות השונות שהיו לבעלי הסדרות השונות של אגרות החוב, לאור ריחוק מועדי הפירעון שלהן, ומנגנון התשלום וההיוון אינו מפלה ביניהם, אלא להיפך, עוקב אחר הציפיות השונות הנובעות מהשקעתם וממידת הסיכון השונה שלקחו על עצמם לאור משך החיים השונה של אגרות החוב השונות.

על כך ברצוני להעיר:

אכן, הקדמתי כבר מזמן והצעתי הכרה באפשרות של מתן טיפול שונה לקבוצות שונות של נושים רגילים, לאור רצונותיהם השונים – לדוגמה, הקדמת תשלומים לספקים תוך קיצוץ גדול יותר בחוב, לעומת פריסה ארוכה של תשלומים לבנקים, שאינם מודאגים מהפיגור, שאינם משפיע מהותית על נזילותם, אולם אינם מוכנים למחיקת חובות משמעותית. אכן הצעתי אפשרות של קיום שוויון מהותי ולא פורמלי.³⁰ אולם, כאשר שמציעים טיפול שונה לבעלי סדרות שונות, הגם שבית המשפט סבור שהוא שוויוני לכאורה, יש מקום להצבעה נפרדת באסיפה של סידרה שנטען שחבריה מקבלים למעשה פחות. אכן, לאחר שקילת תוצאות ההצבעה עשוי בית המשפט לכפות הסדר גם על קבוצה מתנגדת, אם יגיע למסקנה שההתנגדות קנטרנית.³¹ לא בהכרח תכשיל ההתנגדות של קבוצה מסוימת את ההסדר.

30. בהט, חברות - החוק החדש והדין, פרק 24.12 ה.5.

31. יחיאל בהט, "כפיה על קבוצה מתנגדת בהסדר על פי סעיף 233 בפקודת החברות", י"ז (תשנ"ג-1993) עיוני משפט 445; ארגון מחדש של חברות נושלות, מחקרי משפט ז' (תשמ"ט - 1989) 221; בהט, חברות - החוק החדש והדין, פרקים 24.11.11, 24.12 ה.5.

זאת ועוד, ניתן גם להעלות הרהורים נוגים לגבי השלכות כלכליות הנובעות מהחלטתה של השופטת אלשייך. ניתן לחשוש, שיש בהחלטה משום תמריץ לבעלי אגרות חוב להעמיד את החוב לפירעון מיידי.³² ניתן לחשוש, שהחשש מפירוק יקריב את האינטרסים של רוב רובו של הציבור לאלו של קומץ נושים תוקפניים יותר.³³ ניתן לחשוש, שבעלי אגרות חוב ארוכות יפנימו להבא את היותן שוות פחות, יעדיפו פניה מוקדמת להקפאת הליכים ולא לדיונים על הסדר רצוני, גם כשמדובר בקונצרן ענקי.³⁴ ובגדול, "המנצחים הם העשירים, הבנקאים, המנהלים, עורכי הדין, היועצים והשופטים. המפסידים הם הציבור, העניים, מעמד הביניים ואתם"³⁵. לעניין המהותי הזה של ההסדר ראו גם פרק המשנה להלן.

5. ההכרעה בין פירוק והסדר – ומהו ההסדר הראוי – ומי צריך להכריע

הרעיון הבסיסי של ההחלטה הראויה – ההחלטה אם לפרק או לשקם וכן אופן החלוקה בשיקום חברה – מבוסס על הציור הקלאסי של גודל העוגה וגודל חלקיה: העוגה – מה שאפשר להציל מהחברה – מחולקת לפרוסות בין בעלי הזכויות, לפי סדר הקדימות שלהם בפירוק ובכפוף לכך לפי עקרון השוויון.³⁶

אם אנחנו מעריכים שבהבראה נקבל יותר – נגדיל את העוגה – נעדיף הבראה על פני פירוק – ולפעמים נסכים לוותר קצת למי שעלול להפריע להסדר. לא תמיד קל לדעת כמה נקבל. בפירוק זה פשוט יותר – ניקח שמאי ונעריך כמה שווה כל חלק, ותמורת המכירה בפירוק תתחלק לפי סדרי הקדימות.

בפועל הדברים מסתבכים בגלל שההחלטה פירוק או שיקום ואיזה הסדר שיקום בדיוק מושפעת על ידי בעלי אינטרסים מנוגדים, שנלחמים על חלקם. משלא מממשים אלא

32. עידו באום "אלשיין מאיצה את הקריסה הבאה", דה מרקר 28.12.09.

33. בהקשר הנוכחי, ראו מירב ארלוזורוב "האם היצירתיות של אלשיין תעלה לנו ביוקר?", דה מרקר 24.12.09. ובהקשר כללי יותר הוכר החשש לפני שנים – יחיאל בהט "תחולתו של עקרון השוויון בידי שיקום חברות" מאזני משפט ב (התשס"א – התשס"ב) 281, 331 – 333; בהט, חברות – החוק החדש והדין, פרק 24.11.11, 24.12.12, 5, בטקסט ליד ה"ש 207 – 213.

34. ארלוזורוב, שם.

35. למטרים עגומים נוספים, ראו איתן אבראל, "4 נזקים בלתי הפיכים מהסדר אפריקה", דה מרקר 23.12.09.

36. בהט, דיני הבראת חברות, פרק 3; בהט, הסדרי הבראה, פרק 2.5; בהט, חברות – החוק החדש והדין, כרך ג, פרק 24.6.

מחפשים הסדר, כל אחד מהם טוען להערכה שונה של החברה לאחר ההסדר – וההערכה הזאת מכתובה את החלוקה בהסדר. אם אני בעל מניות, אביא מומחה שיוכיח שהחברה שווה הרבה, כך שאין לדלל לי את החזקתי במניות. אם אני נושה בכיר, אטען שלא נשאר ערך לבעלי המניות.³⁷

אם כולנו נעריך שבהבראה יישאר לכולנו יותר מאשר בפירוק, נסכים לוותר קצת לצד השני. השאלה כמה.

החלוקה היא בין בעלי הזכויות – נושים – ואם יישאר משהו – לבעלי מניות. החברה הכושלת לא אמורה להיות במצב הזה צד פעיל – אבל המידע המלא לא נמצא אצל הנושים, ולכן יש השפעה לחברה, למנהליה ובעלי השליטה בה.

במודל הקלאסי – מביאים הדברים לביהמ"ש להכרעה ע"י הצעה מגובשת ומרוכזת שמציעה החברה או מציע בעל תפקיד מטעם בית המשפט. אמנם במקרים רבים ההצעה תגובש במשך הזמן לאחר תקופה של גישושים ובדיקות בידי בעל התפקיד – והחברה תינה מהקפאת הליכים בינתיים.

ההתחלה של ההסדר ב"אפריקה" – כמו ההסדר ב"צים" בתמיכת "החברה לישראל" – התנהלו אחרת. לא בניהול החברה תחת פיקוח בית המשפט, כאשר הניהול מופקע, לפחות עד ההסדר, מידי דירקטוריון החברה והמנכ"ל שלה – אלא החברה הכושלת ובעל השליטה הם המכתיבים את קצב האירועים. הם נושאים ונותנים לחוד עם נציגות בעלי אגה"ח, לחוד עם הבנקים בהסדר חוב נפרד מחוץ לביהמ"ש (כשכאן חשיבות מיוחדת לחובות חברה פרטית שבאמצעותה מוחזקת השליטה ב"אפריקה"); לעתים לחוד עם נושים אחרים כמו ב"צים". שיטה של הפרד ומשול. הציבור אינו יודע אילו העדפות ניתנו לבנקים רגע לפני שהכריזו על התחלת התהליך הרועש, ואולי גם אחרי.³⁸

בעוד שבדיני חדלות פרעון החייב הוא שולי – והבעייה האמיתית אינה כלפיו אלא אופן החלוקה של רכושו בין בעלי הזכויות – היום החייב מוביל את התהליך. בעל השליטה – אמנם מעליבים אותו (ובמקרה של "אפריקה", רני רהב התקומם על

37. בהט, דיני הבראת חברות, פרק 8.5.11.

38. יצחק דנון ויעל גרוסמן "שתי הידים של לבייב: ממורנד נבר העבירה לבנקים 670 מ' ש" גלובס 14.12.09.

כך) – אבל הוא עדין האיש החשוב בתמונה. זאת בלי שבדקו עד הסוף מדוע בעצם מגיע לו להמשיך להיות בעל שליטה. איך יבדקו? הוא שולט גם על תהליך הבדיקה. לא בודקים כמו שצריך את מצב הנכסים והפעילות, ומסתפקים בהערכות שוויו שהחייב מממן. יותר מאוחר, לאחר סיכום עקרונות ההסדר, העלו ביקורת של רשות ניירות ערך ובדיקות נוספות שנדרשו בעקבותיה, שפרויקטים שונים של חברת הבת "אפי פיתוח" לוקים בבעיות מהותיות המשליכות על ערכן הנכסי, כגון אי עמידה בהתחייבויות החברה.³⁹

אין לי בהכרח ויכוח עם הגישה שלא צריך להזדרז לפרק חברת החזקות. אמנם אפשר לפרק בקלות – כל חברה מוחזקת תיבדק ויוחלט לגביה אם כדאי למכור אותה, אם כדאי לשקם אותה, או אם יש לפרק אותה. אולם, בחברת החזקות אנחנו יכולים לעתים ליהנות מ"הצפת ערך" על ידי ציפיות להוצאת רווחים מהחברות הטובות כלפי מעלה לעבר חברת האם (גם ב"כור" במשבר הגדול ניסו להוציא כמה שיותר מהחברות שבמצב יותר טוב). לא תמיד קל ליישם זאת, מאחר שמדובר, במקרה של "אפריקה", למשל, בחברות בנות שהן חברות ציבוריות, שיש מיגבלות על עיסקות בעלי עניין בהן.⁴⁰ גם כשבית המשפט טועה בעניין זה, ואינו מגן כראוי על הנושים שטובתם לא נבחנה בהחלטות לאישור העסקות,⁴¹ ייתכן שיהיה קשה להעביר את העיסקה לאור הביקורת בשוק ההון (לא בטוח). מכל מקום, מה המחיר שנשלם על השארת חברת האחזקות פעילה? האם המשמעות היא שנשאיר את השליטה בידי מי שנכשל?

הבעיה העיקרית בהסדר במודל העדכני נוסח "צים" ו"החברה לישראל" ושגם "אפריקה ישראל" החלה בו, היא שהמכריעים בגורל ההסדר אינם ישירות בעלי אגרות החוב שהשקיעו ברובם דרך קופות וקרנות. אפשר להבין את זה במידה מסוימת, מאחר שבעלי אגרות חוב אינם דומים לנושים רגילים, למרות שמהותית הם כאלה. האם מדובר באשראי – או שהגישה היא שבעלי אגרות חוב הם בעצם משקיעים בבורסה (או דרך המשקיעים המוסדיים)? הבעיה היא שהם קצת שבויים בידי הקופות המנהלות.

39. סעיף 19.3.6 ל"ח המיידים מיום 9.2.10 בדבר כינוס אסיפת מחזיקי אגה"ח.

40. ראו בהט, החוק החדש והדין, פרקים 20.16, 23.6; בהט, הסדרי הבראה, פרק 2.7. וראו עדות פרופ' אמיר ברנע בהוצאה שניתנה בכנס בו ניתנה הרצאתי המועלית במאמר זה, לגבי הקושי במקרה של "אפריקה".

41. ראו א 002335/08 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' אלבר שירותי מימונית בע"מ ואלעזרא החזקות בע"מ (פסק דינו של השופט זפט מיום 25.12.08). משהוגש ערעור, ויתר בעל השליטה על קידום העיסקה. השוו לגישה המגינה על הנושים בתזכיר חוק החברות (תיקון מס' 13) (ממשל תאגידי לחברת אגרות חוב), התש"ע – 2010.

לא היו מיודעים מה בדיוק קנו להם בלי בטחונות (וגם בלי סיכוי גדול לרווח); וגם ההשקעה שלהם אינה תמיד סחירה ולרוב אינה באמת מנוהלת על ידם.

התוצאה העגומה היא שגם עכשיו – בסוף הדרך אולי – ממשיכים אחרים לנהל את גורל מה שנשאר להם מההשקעה הזאת.

ולכן השאלה המרכזית היא איך הם מיוצגים.

נוצר מצב, שהשליטה על דיוני ההסדר ממשיכה בצורה בולטת להיות של החברה ובעל השליטה.

אפילו לא כמו במודל הקלאסי שבו לעתים מנהלים דיונים מאחורי הקלעים ומביאים בהסכמה להסדר בבית המשפט. כאן בעל השליטה והיחצ"נים והמומחים שלו מכתיבים כמעט לבד את הדרך.

יכול להיות שברקע הבנקים הם בעלי הבית האמיתיים והם מכתיבים לבעל השליטה. מכל מקום, קשה לסמוך על בתי ההשקעות והנציגות של בעלי אגה"ח, שעמידתם מגובשת פחות. הם עמוסים בבעיות פנימיות וניגודים:

הם מייצגים גם בעלי אג"ח וגם בעלי מניות, מייצגים במקביל בעלי אג"ח ארוכות וגם קצרות, וגם נחשדים בקשרים עם טייקונים.

כאמור לעיל, לא ברורים בדין שלנו הכללים לגבי ניגודי עניינים ומתי יש להצביע באסיפות בנפרד – ומתי בצדק בית המשפט בולם סיווג רב מידי, שיוביל לכך שיהיה קשה יותר להצביע בעד הסדר. משרד המשפטים השאיר אותנו עם חוק שלפיו לכאורה כל אחת מהקבוצות המצביעות צריכה להכריע ברוב של 75% בעד ההסדר. זה חבל וזה מזיק שהחוק לא ברור, אבל אנחנו יודעים (כפי שהוסבר בפרק 2) שבית המשפט יודע לקחת לעצמו שיקול דעת שאולי אין לו בלשון החוק, ומצליח להתעלם מקבוצה, שבפירוק לא צריכה להיות לה עדיפות, והיא מנסה לקחת לעצמה בכורה על ידי הפרעה. ראוי שיצביעו בנפרד, אבל אין זה מחייב שבסופו של דבר הצבעתם תטרפד הסדר.

אולם אני מפנה תשומת הלב לכך שההצבעה בסוף ואישור בית המשפט אינם כל הסיפור. יש חשיבות לבדיקות מוקדמות ולמשאים ומתנים לגיבוש הסדר. ואם עושה זאת בית השקעות שאני כבעל אג"ח לא הייתי סומך עליו כל כך, זה כבר פגם. בתי ההשקעות מושפעים גם על ידי חששות מתביעות לגבי מתן אשראי בלי בטחונות

מינימליים ובמידה מופרזת ובלי בדיקות מספיקות. ואז הם מגיעים להסדר חפוז. איש לא יודע מה בדיוק שווי החברה. עובדים על פי הערכות שווי מטעם החברה.

אז איך בעצם מתחלקים –

איך יודעים אם וכמה ערך נשאר לבעלי מניות;

איך יודעים באילו תנאים וכנגד איזו הזרמה צריך להשאיר שליטה לבעל השליטה?

לא נוח לבתי ההשקעות בכלל להשתתף בשליטה – גם בעתיד. הם מסתפקים במועט – מבקשים משקיף מטעמם. בסופו של דבר הוסכם, לאחר ביקורת, שהנאמן לבעלי אגרות החוב המוחלפות יהיה רשאי (מדוע רק רשאי?) להחליט על מינוי דירקטור בלתי תלוי⁴². מדוע לא דרשו מספר של דירקטורים מטעם בעלי אגה"ח והגופים המוסדיים? בעל השליטה נכשל. גם אם נשאיר בידיו השליטה, מהסיבה שהוא בקי בנפתולי מזרח אירופה האפלוליים, מדוע לא ימונו כמה דירקטורים מטעם הנושים? כנראה מאחר שהגופים המוסדיים פוחדים כנראה מאחריות.

ויש לזכור: גם אם יושג הסדר, אין זה אומר שהסיכון מעל אפריקה הוסר לגמרי. עדין צריך לראות אם אפריקה תתגבר על הקשיים שלה, ותגשים את כל התחזיות. ההסדר צריך גם להצליח.

מישהו באמת סומך על הגופים המוסדיים – על הקופה שלו, שיום אחד נוהלה על ידי "סלומון שוקי הון" ב"חרמון", נקנתה על ידי "פריזמה" (שהוקמה על ידי קרן "מרקסטון" שנחקרת על שוחד), "פריזמה" שאיכזבה מכרה הקופות ל"פסגות", שהשמיעה קולות עזים, חתמה על הסדר לא אפוי, ונמכרת למשקיעים זרים (ולאחר מכן נפתחת חקירה על תרמית בניירות ערך הקשורה במסחר בנוסטרו שלה)⁴³ – האם באמת בית ההשקעות הגן בעת ההשקעה ויגן עכשיו בצורה רצינית על בעלי אגרות החוב? מנהליו השכירים רק רוצים לחזור הביתה בשלום. מה משנה להם שרווחי הקופה ירדו קצת? הרי במיצוות המחוקק הם פיזרו את הסיכון בכל קופה ובכל השקעה. עד שתגיע השפעה רצינית בשל הסדרים נוספים, ובודאי עד שנדע אם החברות עומדות בהסדרים, הם כבר יהיו במקום אחר.

42. סעיף 14 לנוסח ההסדר המובא לאסיפת הנושים.

43. ובמקרים אחרים בית השקעות שנשלט על ידי טייקונים אחרים.

מסבכים את ההסדר, שכולל בחלקו תשלום באגרות חוב חדשות, חלקו במניות, בחלקו תשלום על ידי מניות בחברות בנות, בחלקו הזרמת בעל שליטה – רק פרופ' ברנע מסוגל להבין כמה זה שווה...

בית המשפט נכנס לתמונה מאוחר. אחרי "קרקס" שכבר התחיל – כאשר מישהו הסכים כבר עבור בעלי אגרות החוב להסדר. אז נכנסים לתמונה הבנקים – שיכולנו להניח ששום הסכמה עם בעלי אגה"ח לא נעשתה בלי ידיעתם – והנה תוך יום-יומיים הם מטרפדים כמעט הכל, וההתמקחות בנוסח "שני מגרשים וקיוסק" של אפרים קישון מתחילה מחדש... מדוע לא ישבו מלכתחילה אפריקה והבנקים ונציגות אגה"ח ביחד? הם אלה שיצטרכו לממן בהמשך את החברה, תוך שיתוף פעולה. הבנקים ולבייב חיכו ונתנו לבעלי אגה"ח "להזיע", וזאת טעות טקטית של המוסדיים. גם ראינו, שהבנקים אמורים לקבל מלבייב הזרמה בקצב מהיר, בעוד שבעלי אגרות החוב יישארו הרבה זמן באויר.⁴⁴

בעוד שבדרך כלל הייתי מעדיף הסדר מחוץ לבית המשפט,⁴⁵ במקרים הנידונים כאן, היות שאינני סומך על אלו שמייצגים את הציבור, אני מעדיף את ה"קרקס" הגלוי בבית המשפט.

רק שנראה לי שיש כאן משחק מכור.

בית המשפט יכול עקרונית לאשר או לא לאשר את ההסדר, אבל בית המשפט העליון קבע כבר מזמן שאיננו חותמת גומי.⁴⁶ ואם בית המשפט העליון קבע את זה לגבי מקרים יוצאי דופן, אנחנו יודעים שהשופט אלשיך מנצלת את כוחה לא לאשר הסדרים ביד רחבה יותר. היא עשויה הייתה ללחוץ על לבייב להזרים עוד. ובכל זאת, ידיו של בית המשפט כבולות במידה רבה – המשא והמתן בתהליך הלא ראוי שהזכרתי, עם הנציגים הלא ראויים כל-כך, והחשש שבית המשפט יואשם בהובלה לפירוק, מכתוב במידה רבה את החלטתו. אלא אם היעדר היכולת לגבש הסכמות יחזיר את הדברים למצב הקלאסי שבו יש מנהל מיוחד שהוא אחראי על בדיקה יסודית יותר של החברה והפוטנציאל שלה. מהדיון הראשון בבית המשפט קל להבחין שהשופט ממליצה שיחסכו לה את זה. היא מעוניינת שהצדדים יסתדרו. ואכן, בעקבות הרמז ששיגרה, נמצאה דרך לרצות את בעלי אגח ט שיוצגו בצורה אפקטיבית (להבדיל מבעלי אגרות החוב הארוכות שנפגעו

44. להצעת ההסדר צורף מתווה עקרונית להסדר בין "אפריקה" לבין הבנקים. יתרות החוב הלא נפרעות לבנקים יומרו על פיו להוואות חדשות, שיוחזרו תוך שש שנים. לפי סעיף 20 שם, אם ההסדר של "אפריקה" עם מחזיקי אגה"ח או עם מי מהבנקים לא יקויים על ידי צד כלשהו, יהיה כל אחד מהבנקים רשאי לבטל ההסדר עמו.

45. ליתרונותיו ראו בהט, דיני הבראת חברות, 89 – 128; בהט, הסדרי הבראה, 297 – 339.

46. ע"א 66/303 כונס הנכסים הרשמי (כמפרק החברה סגטקס) נ' יצחק ורחל סגיב בפשיטת רגל ואח', פ"ד (4) 366.

מהייצוג המעורב בניגודי עניינים). גם הבנקאים, מי מוקדם יותר ומי אחר כך, הפכו רכים ופשרניים יותר.⁴⁷ ובצדק, הבנק עלול להפסיד יותר מכולם אם לא יהיה הסדר.

בפרקים קודמים התייחסתי לכך שבאסיפה יהיה ניגוד עניינים פנימי, וההכרעה תיפול כנראה לרעת בעלי אגרות החוב הארוכות, אגרות חוב שיישאו בסיכון רב למשך שנים רבות. זאת מאחר שמנהלי השקעות וגופים מוסדיים ישתמשו בכוחם לייצג נושים שונים – בעלי אג"ח ארוכות וקצרות כאחד – בהמשך למשא והמתן שנוהל תוך ניגודים דומים בידי הנציגות שלהם, כאשר מרבית בעלי אגרות החוב הפסידו כנראה לבעלי אגרות החוב הקצרות. גבר סיכויים של האחרונים לראות בהקדם חלק רב יותר מכספם, שכן ייצוגם היה טוב ומגובש יותר, והצליחו להפעיל הרתעה.

מכל האמור נובע גם, שההסדר הלא בדוק כהלכה (כאילו מדובר ב"כסף קטן") והנגוע בניגודי עניינים בין סדרות שונות, ובינן לבין הגופים המוסדיים שגם משתתפים בייצוגם, אינו מיטבי. נגוע גם בעיצוב ההסדר החפוז על ידי אותם גופים (אולי כדי לחפות על רשלנות בעת ההשקעה ואולי מתוך קירבה יתירה ל"טייקונים" שונים), וגם במידה רבה גם בהצבעה. פרופ' אמיר ברנע, מעצב ההסדר מטעם אפריקה ישראל, מודה בהגינותו הרבה, ש"יכול היות שאפריקה ישראל לא תחזיר את החובות שלה, אבל במסגרת ההסדר, החוב של אפריקה ירד בסכום מסוים". כנגד דבריו של רועי ורמוס, מנכ"ל "פסגות", שבהסדר לא הייתה "תספורת" למשקיעים, טוען ברנע, "בוא לא ניתמם, אפריקה לא הייתה הולכת להסדר בלי תספורת". הוא מתנגד לטענת ורמוס שאין לו ניגודי עניינים, ומציין שאפילו בשל ההחזקה באג"ח קצרות וגם ארוכות יש ניגוד עניינים.⁴⁸ אני מבקש להדגיש כאן, שלדעתי אין להסתפק בהסדר הנגוע בניגודי עניינים ללא בדיקה מתאימה, אפילו אם יוכח שהוא מיטיב עם כלל הנושים, כאשר הוא יוצר אי שיויון מהותי בין סוגים שונים של נושים, וההטבה אינה מתחלקת במידה דומה בין כל הסוגים.⁴⁹

עוד לא יבשה הדיו על החלטת בית המשפט המחוזי לכנס אסיפה לאישור ההסדר, וכבר החלו מומחים שונים בשוק ההון לבקר אותו: גם בשל ניגוד העניינים הפנימי בין בעלי

47. ראו, למשל, מירב ארלזרוב "הבנקים רומזים: ילכו לקראת אפריקה בפירעון הלוואות", **דה מרקר** 24.12.09.

48. "אמיר ברנע: 'בואו לא ניתמם, ברור שיש תספורת בהסדר של אפריקה'", **דה מרקר** 18.1.10.

49. לעניין זה ראו את דעת המיעוט החשובה של הנשיא בדימוס ברוך בעניין ע"א 2773/04 2843/04 **נצבא חברה להתנחלות בע"מ נ' מאיר עטר** (טרם פורסם), וראו לעיל, בהט, **חברות - החוק החדש והדיון**, ע' 1380 - 1382.

אגרות החוב, שברקע עיצוב ההסדר, וגם מתוך הערכה, שאפריקה לא תעמוד בהסדר, שההסדר אינו מספיק ויידרשו הסדרים נוספים, דבר שעוד הוחמר כתוצאה מגילויי הביקורת שערכה אחר כך רשות ניירות ערך בפרויקטים של "אפי פיתוח", וגם בביקורת על הישארותו של לבייב עם החזקה גדולה מידי.⁵⁰

לקח אפשרי לעתיד: אם הגופים המוסדיים לא בודקים הדברים כמו שצריך, ומגיעים להסדר לא בדוק דיו, ייתכן שפירוק הוא חלופה לא כל כך רעה, מאחר שהפיקוח במהלכו רב יותר. אין לשכוח שגם בפירוק אפשר להגיע להסדר ובודאי לצאת מהבקשה לפירוק. אזהרה זאת יש לשקול גם כדי למנוע המשך המשחקים המכורים של הגופים המוסדיים עם חברות החזקה כושלות נוספות במשק. בכלל באופן מוזר דווקא הנושים המובטחים, הבנקים, הם לעתים בבעיה לעומת בעלי אגרות החוב. השעבוד העיקרי שלהם הוא על מניות "אפריקה ישראל", בדוגמה שלנו.⁵¹ אם "אפריקה" תיכנס לפירוק, שווי המניות שבידי הבנקים יהיה אפס. הם יצטרכו לעשות מחיקות רציניות. אם הגופים המוסדיים היו "שחקני פוקר" מוצלחים כמו הבנקים, המנוסים בכך, מצב הציבור המשקיע באמצעותם היה טוב יותר.

6. COMIC RELIEF תקשורת

לקנינות, אינני יכול להתאפק מלציין מושגים לדוגמה שהפכו מטבעות לשון בקרקס התקשורתי השיטחי בו מתנהל ההסדר: -
 "ההסדר הוא תספורת" – או: "לא הייתה תספורת" (תלוי מי האומר);
 "השתלת שיער" (פרופ' ברנע);
 "שקשוקה";
 "החברה לישראל נתנה עוד עצם למשקיעים"⁵²;

50. ראו, למשל, רותם שטרקמן ואתי אפילו, "אפריקה לא תחזיר את החוב, היא תבקש הסדר נוסף", **דה מרקר** 12.1.10 (ראיון עם מנהל קרן הגידור אוורסט); נועם בר "ויקטור שמרין על הסדר אפריקה: 'במקומות אחרים בעולם היו לוקחים ללבייב את החברה'", **דה מרקר** 28.1.10 (מסיבת עיתונאים עם הנהלת דש-איפקס, שהסבירה כיצד, בלי שקולה נשמע בנושא, השיגו לבעלי האג"ח הקצרות את רוב הכסף, בעוד שבעלי האג"ח הארוכות שפחות עניינו אותם מפסידים). יש שטוענים שלבייב לא ראוי לשלוט בחברה גדולה, ושהוא אחראי לניהולה כעסק משפחתי, תוך פיטורי מנכ"ל מנוסה לקניון ומינוי בנותיו הצעירות במקומו, קניית נדל"ן במיליודי דולר בשיא המחירים ועוד. ראו ראיין עם שמואל פרנקל, מנכ"ל משותף בבית ההשקעות אפסילון: מיכאל רוכוורגר, **דה מרקר**, 3.2.10.

51. לשעבודים פיזורים, פה ושם, לטובת בנקים, ראו נספח יז להסדר המוצע – "רשימת שעבודים הקיימים על נכסי החברה".

52. **כלכליסט** 4.11.09.

”שני מגרשים וקיוסק”⁵³ (שאלתי מאפרים קישון);
”עובדים עלינו”.

ניתן לאבחן איזו אתיקה של הסדרי חוב משקפת הלשון הזאת: אתיקה של מספרות, שוק, פשרות של שני מגרשים וקיוסק, כלבים ועצמות, ביצים ושקשוקות ועגבניות רקובות והרבה ”עבודה בעינים”....

7. סוף דבר (בינתיים)

התקדים הגדול הראשון להסדר החוב ב־2009 אינו מעורר בינתיים תקוות רבות – לא לגבי אופן ההגנה על האינטרסים של בעלי אגרות החוב בידי הגופים המוסדיים המייצגים אותם, לא לגבי הפיקוח השיפוטי ונכונות בית המשפט לבחון כראוי הסדרים גדולים, לא לגבי הטיב של ההסדרים והתקווה לשרידותם, ולא לגבי תחושת הזילות בציבור (המשתקפת גם במטבעות הלשון האמורות), שעלולה להעיב על אמון הציבור בשוק ההון. ■